

Policy Note n. 6

Coordenação CMN, COPOM e Planejamento: Por uma meta de inflação funcional.

Novembro de 2024

IFFD

Por uma revisão da meta de inflação do Brasil

Caio Vilella¹

Sumário Executivo

As previsões do mercado financeiro têm mostrado grande instabilidade ao longo do ano. Enquanto a projeção de crescimento do PIB quase dobrou entre janeiro e novembro de 2024, a expectativa de queda da SELIC transformou-se em um aumento sistemático. Sem conseguir ajustar os fatos ao seu modelo teórico tradicional, o mercado atribui esses erros sistemáticos a uma expectativa de deterioração fiscal. Embora a previsão de resultado primário tenha se aproximado de zero ao longo do ano, as expectativas do mercado financeiro continuam a convergir para uma inflação mais elevada e para o aumento da taxa SELIC, contradizendo sua própria retórica.

Partindo da tese de que a inflação é, sempre e em todo lugar, um fenômeno puramente monetário, a autoridade monetária tem conduzido suas ações por uma regra de reação chamada regra de Taylor. Como essa regra é amplamente utilizada pelo mercado para orientar suas decisões, ela se torna uma convenção capaz de influenciar o comportamento dos agentes, mesmo que equivocada.

Atualmente, o único componente dessa regra utilizado pelo Banco Central do Brasil (BCB) é o desvio da inflação corrente em relação à meta anual. A taxa de juros da regra de Taylor coincide com a taxa de juros de um ano precificada no mercado de títulos públicos de longo prazo. Essa constatação sugere que a volatilidade das expectativas resulta da incapacidade do BCB em transmitir credibilidade na condução de sua política monetária.

Uma possível solução seria o BCB adotar metas de juros para diferentes maturidades, a serem definidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), tal como ocorre atualmente com a taxa de curto prazo. No entanto, ciente da dificuldade política de promover esse debate ainda em 2024, esta nota apresenta uma solução paliativa: alterar a meta de inflação para 4,5% ao ano.

Uma pesquisa preliminar indica que uma banda de inflação entre 3% e 6% (com centro em 4,5%) não colocaria o Brasil em descompasso com seus pares e proporcionaria

¹ O autor é muito grato às intervenções sempre oportunas da Porf.^a Simone Deos e do Prof. Fabiano Dalto. Assim como estende os agradecimentos aos demais membros da diretoria do IFFD por suas revisões, mas isenta-os de quaisquer eventuais erros remanescentes.

mais espaço para absorver a inflação de custos. Além de alinhar sua meta inflacionária com a de países similares, o nível de 4,5% também sincronizaria a meta oficial do BCB com as expectativas do mercado. Embora o relatório Focus apresente uma expectativa inflacionária em torno de 4,5%, a inflação implícita negociada pelo mercado já alcança 6%. Essa mudança, portanto, garantiria maior credibilidade ao objetivo da política monetária.

Por fim, e não menos importante, a meta de 4,5% permitiria, segundo a regra de Taylor com os parâmetros calibrados pelo próprio BCB, interromper o ciclo de alta da SELIC e alinhar os objetivos da política monetária com outras metas macroeconômicas, como evitar o bloqueio do crescimento econômico e estabilizar a dívida pública como proporção do PIB. Considerando a estimativa de uma taxa de juros real “neutra” (*sic.*) de 4%, seria possível reduzir a SELIC em pouco mais de 2 pontos percentuais em relação ao seu patamar atual. Destacamos que essa redução poderia impactar positivamente a manutenção das linhas de crédito e contribuir para que a relação dívida/PIB (mantidas constantes as demais condições) aumentasse apenas 3,1 pontos percentuais, em comparação com o incremento de 5,19 pontos percentuais que a continuidade do ciclo de alta da SELIC provocaria. Esse alinhamento dos objetivos macroeconômicos certamente fortaleceria a credibilidade e a consistência da política econômica do atual governo, influenciando as expectativas do mercado para o médio e longo prazo.

1. Panorama Econômico

Enquanto terminamos de escrever esta nota em novembro de 2024, o Brasil encontra-se em um contexto macroeconômico relativamente positivo. Apesar da elevada taxa SELIC (11,25%), a economia brasileira cresceu 3,3% no segundo trimestre de 2024, acumulando um resultado de 2,9% no ano até então. A inflação, a seu turno, tem registrado valores abaixo do esperado pelo mercado, mas acima da meta definida pelo CMN, de 3%: o IPCA acumula alta de 3,88% no ano e 4,76% nos últimos 12 meses. Com o desemprego retornando a patamares mínimos dentro da última década (6,9%), o mercado de trabalho sugere uma melhora gradual na situação dos trabalhadores, mas ainda com uma elevada taxa de informalidade e subutilização. Enquanto a força de trabalho ainda demonstra alguma subutilização, o nível de utilização da capacidade instalada chegou a 84,60% em setembro de 2024, patamar não alcançado desde dezembro de 2013. A fotografia relativamente positiva do momento, no entanto, contrasta com o desafio de mantê-lo perante um quadro global de desaceleração econômica.

O cenário econômico brasileiro tem recorrentemente surpreendido positivamente analistas do mercado financeiro. O relatório Focus do Banco Central Brasileiro (BCB) de 05 de janeiro de 2024 trazia as expectativas do mercado em torno de 1,59% para o crescimento do PIB para 2024, e de 3,90% para a inflação (mediana das expectativas). No dia 8 de novembro de 2024, o BCB divulgou o novo relatório Focus com expectativas coletadas três dias antes. Desta vez, as medianas esperadas de crescimento do PIB e inflação eram de 3,10% e 4,62%, respectivamente, sugerindo que as expectativas vão se movendo ao longo do ano de forma a convergir com os dados realmente observados.

Tabela 1 – Resumo das alterações das expectativas segundo relatório Focus.

Mediana das expectativas	Jan/24	Nov/24
Crescimento	1,59%	3,10%
Inflação	3,90%	4,62%
SELIC	9%	11,75%

Chamou a atenção no quadro trazido pelo Focus de 8 de novembro, quando contrastado com o do início do ano, o incremento na taxa básica de juros esperada para 2024, que saiu de 9% no início do ano para 11,75% na pesquisa mais recente. Do ponto de vista doméstico, a suspeita usual do senso comum, a condição fiscal, não justifica esta mudança de expectativa sobre a taxa de juros básica. Isso porque enquanto o déficit

primário previsto inicialmente para 2024 tinha mediana centrada em 0,8% do PIB, a previsão mais recente aponta para 0,6%. É verdade que alguns pacotes de expansão fiscal foram anunciados ao longo do ano, principalmente à necessária ajuda ao Rio Grande do Sul e o pagamento de precatórios, configurando gastos à margem do arcabouço. Contudo, mesmo com a aceleração real dos gastos primários na ordem de 7,06% no acumulado até agosto de 2024, a receita líquida da União acelerou mais que proporcionalmente, registrando crescimento de 8,43% no mesmo período. Portanto, não parece razoável explicar esta deterioração das expectativas sobre o futuro da SELIC nem com base nos resultados fiscais já obtidos, tampouco com as expectativas para o ano, já que segundo o Focus, as expectativas de resultado primário vêm se aproximando ainda mais de zero, tal como prometido no arcabouço².

Os últimos movimentos do mercado internacional tampouco fornecem elementos para sustentar o argumento de que há sobreaquecimento de demanda na economia, que tem servido como justificativa, de acordo com os analistas tradicionalmente ouvidos pela imprensa, para uma elevação nas taxas de juros futuras. As previsões consensuais para os Estados Unidos apontam que a economia norte americana chegará ao final deste ano com crescimento de 2,8% e vai desacelerar até 1,7%, ao final de 2025. Já quanto ao outro parceiro comercial e *player* global importante, os dados da China apontam arrefecimento do crescimento e estabilização ao nível de 4,8% neste ano, e para o próximo sugerem uma queda de meio ponto percentual quando comparada com a taxa de crescimento registrada em 2024. Por sua vez, as estimativas do FMI apontam o crescimento da economia brasileira em linha com a média de crescimento mundial, acima do crescimento esperado para economias avançadas e abaixo da média esperada para as economias emergentes. Considerando este cenário global e com o adendo da desaceleração dos preços das *commodities*, é difícil de enxergar alguma fonte de demanda externa que justifique a elevação do juro.

Quando a teoria utilizada pelo mercado não oferece insumos para explicar a formação e a revisão de suas expectativas, a ciência dá lugar a esoterismos. A lógica científica de substanciar a teoria com evidências para compreender a realidade é substituída pelo uso de estatística espúria para observar a realidade e extrair correlações ao “gosto do cliente”. Assim, toda elevação da curva de juros de longo prazo leva os analistas de mercado a procurarem qualquer notícia fiscal considerada negativa para atribuir a culpa, enquanto reduções da curva de juros futuro os levam na direção oposta. Perante a ausência de uma explicação amparada em dados, a culpa recai sobre a vaga ideia de “expectativas fiscais se deteriorando”. Esta relação de causa e efeito pressupõe

2 O Novo Arcabouço Fiscal estabelecido pelo Governo é um composto de regras fiscais pelo lado da receita, dos gastos e dos resultados. A regra de resultado do arcabouço em questão prevê que o governo cumpra a meta estabelecida na LDO com uma margem e desvio permitida em 0,25p.p para cima ou para baixo.

que os juros futuros sobem porque a mercado precifica que a expansão fiscal sobreaqueceria a demanda, contratando mais inflação futura e culminando em uma inexorável alta dos juros futuros. Essa explicação nega o óbvio, qual seja, que os juros futuros expressam a taxa de juros que o BCB irá praticar no futuro caso ele “obedeça” ao seu próprio modelo.

O receituário *mainstream* sugere que o controle inflacionário estaria associado com o fim da discricionariedade da política monetária. Para evitar o famoso “viés inflacionário” e garantir a “credibilidade dinâmica” de suas ações, o BCB deve seguir a regra de Taylor (1993). Segundo esta normativa, existiria uma taxa de juros natural da economia, que seria responsável por garantir o equilíbrio entre poupança e investimentos exatamente ao nível do pleno emprego da capacidade produtiva da economia. Na sua versão vigente, a taxa de juros (i) definida pelo BC poderia ficar aquém dessa taxa tida como natural (i_n) e, se assim fosse, a inflação corrente (π) superaria a meta de inflação (π^T) conforme o investimento superasse a poupança e sobreaquecesse a demanda. Este aquecimento da demanda poderia ser notado pelo chamado “hiato do produto”, que corresponde ao diferencial entre a taxa de crescimento corrente e a potencial ($Y - Y^P$). Podemos representar esta regra seguida pelo BCB conforme a equação (1).

$$i = i_n + \alpha_\pi(\pi - \pi^T) + \alpha_y(Y - Y^P) \quad (1)$$

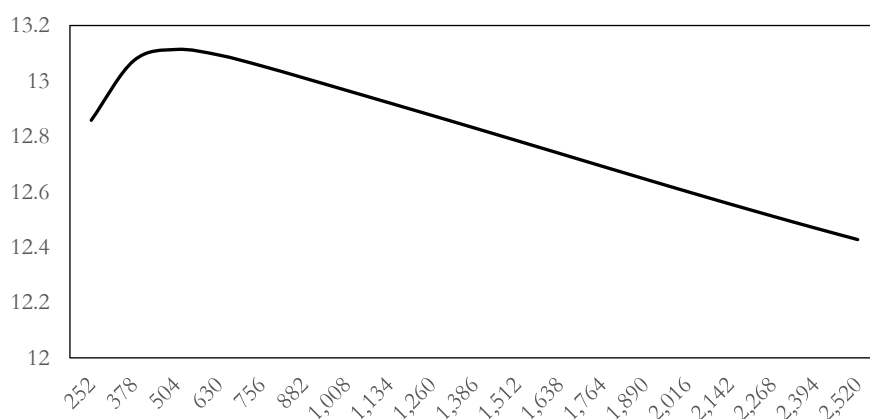
Pela equação (1), é possível notar que caso a inflação corrente convirja para a meta e o crescimento para o seu potencial, a taxa de juros se estabilizará. No entanto, se a inflação corrente estiver acima da meta, tudo o mais constante, o BCB é levado a subir sua taxa básica. E é essa, digamos, “confiança” de que o BCB irá elevar os juros para atingir a meta que explica por que a curva de juros “empina”.

2. Diagnóstico técnico

O modelo agregado de pequeno porte do BCB (2021) estimou o parâmetro de desvio da meta em 1,3 ($\alpha_\pi = 1,3$) e desconsiderou a relevância estatística do hiato do produto ($\alpha_y = 0$). Neste caso, com a expectativa de inflação 1,6p.p acima do centro da meta de inflação, atualmente em 3%, seria de se esperar um ciclo de alta da ordem de 2,08p.p de acordo com a regra de Taylor³. Desde que o COPOM iniciou a alta da SELIC, que estava em 10,5%, seria de se esperar mais 0,75p.p de aumento, que conduziriam a SELIC para 12,83%.

Não é coincidência que, apesar de o relatório Focus trazer uma mediana de expectativa da SELIC para 11,75%, o mercado financeiro atualmente está “vendendo juros” e “comprando inflação”. A curva a termo no dia 8 de novembro mostrava uma expectativa de juro em 12,85% para 252 dias úteis (ver gráfico 1). A diferença entre a rentabilidade oferecida pelos títulos indexados aos juros e a rentabilidade oferecida pelos títulos indexados à inflação é o que o mercado precifica como inflação implícita, que apontava para 6,06% acumulado nos próximos 252 dias úteis (gráfico 2).

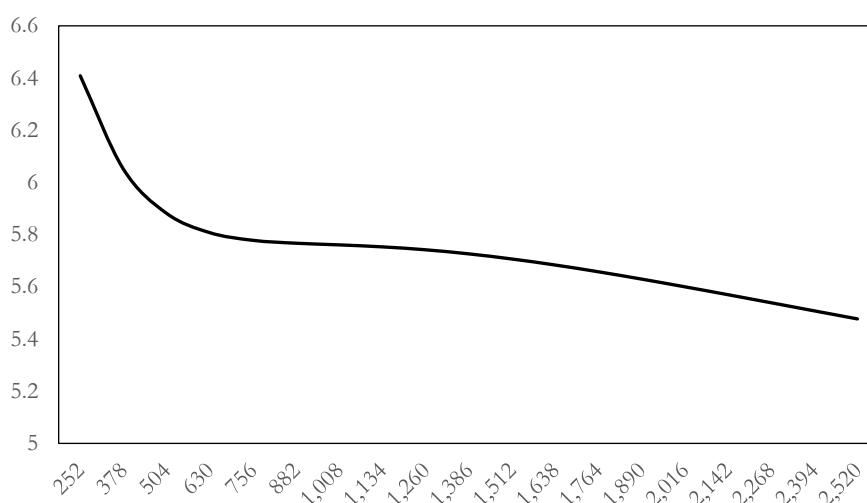
Gráfico 1 – Curva de juro a termo (dias úteis eixo horizontal).



Fonte: ANBIMA. Elaboração própria.

³ Considerando que o Relatório Focus coletou informações quando a taxa SELIC estava em 10,75%.

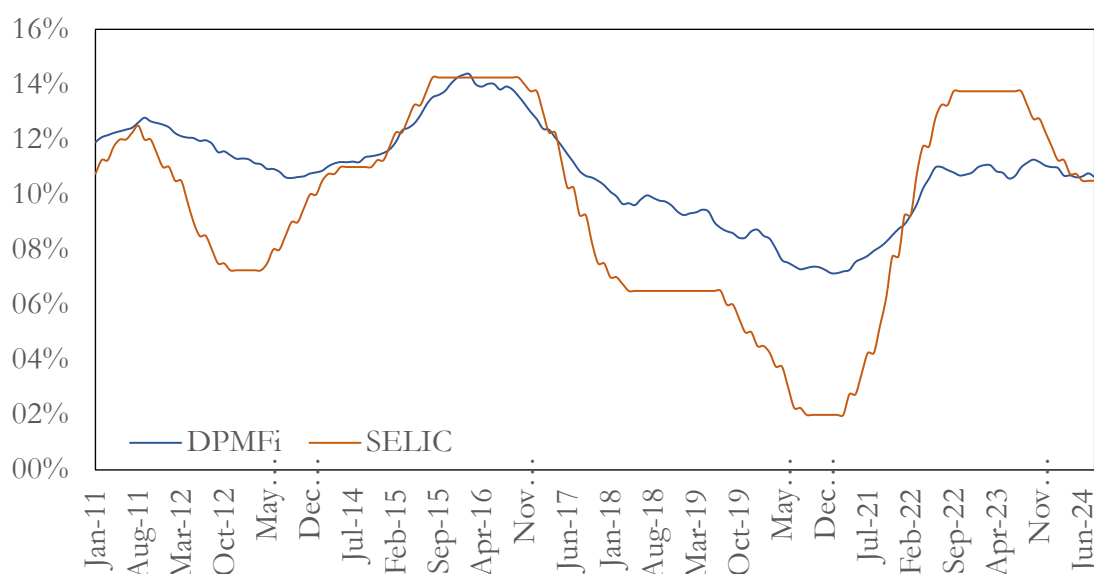
Gráfico 2– Curva de Inflação implícita (dias úteis eixo horizontal).



Fonte: ANBIMA. Elaboração própria.

Como já sugerido, o mercado atrela esse movimento à deterioração das expectativas e, não raro, variáveis fiscais são utilizadas como explicação. No quadro atual, dada a aproximação do resultado primário do nível zero, a retórica se volta contra a trajetória da dívida pública. O relatório Focus de novembro sugere que o mercado espera que a dívida líquida do setor público tenda a parar 71,50% do PIB até 2027. A discussão pública, portanto, se volta para a capacidade de o governo conseguir reverter as expectativas de mercado por meio de ajuste fiscal cada vez mais severo a ponto de justificar futuras quedas da SELIC.

Mas ao mesmo tempo que o lado fiscal é utilizado como causa do aumento da SELIC, é justamente o aumento da taxa básica de juros que engendra uma tendência de alta da dívida pública como proporção do PIB. O estoque de dívida pública doméstico é remunerado pela média das taxas de juros dos títulos públicos, que é fortemente influenciado pela taxa SELIC (ver gráfico 3). Portanto, a elevação da SELIC aumenta a remuneração sobre o estoque prévio de dívida, ampliando o déficit nominal e, consequentemente, contribuindo para o aumento da dívida pública. O efeito perverso deste aumento é a maior remuneração dos ativos dos grandes investidores institucionais e instituições financeiras, de caráter concentrador e desfuncional.

Gráfico 3 – Custo médio do Estoque da dívida pública mobiliária Federal e SELIC.

Fonte: Tesouro Transparente, Relatório Mensal da Dívida. Elaboração própria.

Se acrescentarmos a este diagnóstico fiscal – mais especificamente à sugestão de uma política fiscal contracionista - o panorama de demanda apresentado na seção anterior, temos um quadro mais dramático em um futuro não tão distante. Em um cenário de desaceleração global e o de fim do ciclo de alta das commodities, o gasto público é a única fonte de demanda autônoma capaz de manter o ritmo de crescimento da economia⁴. Segundo o novo arcabouço fiscal, as despesas terão um teto de crescimento de 2,5%, o que sugeriria forte desaceleração perante os atuais 7%. Sem este principal motor, a engrenagem da renda e do emprego ficaria comprometida. Este quadro torna ainda mais curioso o fato de o BCB não considerar o hiato do produto em seus cálculos ($\alpha_y = 0$), uma vez que seria este o elemento capaz de captar a escassez de demanda futura e favorecer uma eventual queda da SELIC⁵.

Analistas de mercado [menos eufemistas](#), inclusive, explicitam que a atuação fiscal contracionista seria um instrumento para desaquecer o mercado de trabalho, reduzir o crescimento dos salários nominais, com quebra do poder de barganha dos trabalhadores, e trazer a inflação para a meta. A taxa de desocupação brasileira, depois de sucessivos

4 Uma exceção importante a ser considerada é o crescimento do salário mínimo em termos reais. Ainda que não se constitua uma fonte autônoma de demanda *per se*, o acréscimo de renda que aos beneficiários da previdência e de outros programas sociais cujos rendimentos são associados ao salário mínimo associados e o aumento real dos salários dos mais pobres tende a melhorar o efeito multiplicador para dado nível de gasto autônomo a ponto de gerar efeitos positivos sobre o produto.

5 O impacto deste componente dependeria fortemente da estimativa do produto potencial. Alguns analistas já apontam para um hiato positivo, mas consideram um potencial de crescimento de somente 2%. Considerando que há histerese forte do produto, podemos pegar a média de crescimento dos dois governos Lula, em que o crescimento médio de 4% foi compatibilizado com a estabilidade do nível de preços, como parâmetro para o potencial da economia. Neste caso, o hiato estaria negativo em, pelo menos, um ponto percentual.

anos com a economia crescendo próximo de 3%, se aproxima do seu mínimo da última década, atingindo atuais 6,9%. Ainda que o desemprego, visto como a total ausência de renda, já não seja uma ameaça tão forte nas principais capitais do país como era há alguns anos, ainda não podemos afirmar que estamos próximos da plena utilização da força de trabalho brasileira. Isso porque a taxa composta de subutilização da força de trabalho, que envolve tanto pessoas desocupadas, como a força de trabalho potencial, esteve em 16,4% no segundo trimestre de 2024. Para completar o cenário atual do mercado de trabalho, precisamos citar mais de 3 milhões de pessoas em estado de desalento (desistiram de procurar trabalho por não encontrar) e que aproximadamente 30% das pessoas empregadas estão classificadas como sem carteira de trabalho, sugerindo uma inserção precária e com potencial futuro de aumentar sua contribuição para a produção nacional.

3. Diagnóstico Teórico

Se abandonarmos a teoria da taxa de juros natural e da inflação como meros fenômenos monetários, podemos explicar o comportamento das variáveis econômicas com mecanismos claros de causas e efeitos. Para tanto, não bastará apenas rever os parâmetros da equação, mas substituir a teoria *mainstream* vista em cursos de graduação em economia por modelos marginalizados no debate público, mas que conseguem oferecer uma explicação consistente para o quadro atual. As bases deste modelo foram colocadas por autores clássicos dos anos 1930 e 1940, como John Maynard Keynes e Michal Kalecki e atualmente são revisitadas por economistas de renome internacional como Randal Wray, Stephanie Kelton e Robert Blecker.

Esta alternativa teórica enxerga a inflação como um fenômeno complexo, multifacetado e essencialmente de custos. Estes economistas defendem que no longo prazo há uma histerese forte do produto, isto é, conforme o PIB se aproxima do pleno emprego, os empresários decidirão ampliar suas plantas produtivas para atender à demanda. Com novos maquinários sendo comprados e capital fixo antigo sendo repostado, a produtividade da economia tende a aumentar junto com sua capacidade produtiva. Dessa forma, ainda que o excesso de demanda possa gerar uma pressão pontual sobre preços, é a demanda que no longo prazo fará com que a capacidade produtiva cresça e o país consiga se desenvolver e reduzir a inflação concomitantemente. Este é o chamado gasto desinflacionário e ele pode vir tanto do setor privado como do público, por meio de gastos com infraestrutura, investimentos das estatais, saúde e educação.

É este instrumental que nos permite entender o crescimento econômico se manifestando como o dobro do esperado inicialmente pelo mercado. Com os gastos do

governo crescendo acima do previsto, a demanda se aquece e a renda cresce em um múltiplo dos gastos autônomos, gerando uma poupança de igual valor ao investimento realizado. Por esta perspectiva é a renda que ajusta a identidade de poupança e investimento, e não uma suposta taxa de juros natural, que não pode ser observada. Sob esta perspectiva, o crescimento acima do esperado estimularia a poupança também acima do esperado, e não se conectaria diretamente com a elevação esperada dos juros.

Para esta vertente teórica, as revisões de expectativas dos juros são uma manifestação da crença do mercado de que o BCB guiará suas ações pela regra de Taylor. Quando os agentes de mercado esperam o descumprimento da meta inflacionária, eles passam a esperar uma reação do BCB guiada pela regra de Taylor, que sugeriria elevações proporcionais dos juros. O comportamento esperado para um agente que prevê elevação futura dos juros seria vender títulos indexados aos juros e comprar aqueles indexados à inflação. Esta realocação de portfólio leva ao comportamento verificado nos gráficos 1 e 2. Conforme o arcabouço pós-keynesiano, o que está sendo verificado é a formação de uma convenção em torno de uma taxa futura de juros mais alta sendo validada pela política monetária. No entanto, o BCB, o único agente individual capaz de influenciar fortemente esta convenção, tem se mostrado leniente com esta realocação de portfólio e tem evitado interferir no mercado secundário de títulos de mais longo prazo - como acontece atualmente em outros países, como são os casos do Japão e Canadá.

A leniência estatal pode ser teoricamente explicada por um seminal texto de Kalecki (1943). O autor sugere que a oposição do mercado a políticas econômicas que visem o pleno emprego vem da necessidade da classe capitalista em manter o estado refém de suas vontades. Na ausência de uma política econômica ativa na busca pelo pleno emprego, a taxa de desemprego será diretamente determinada pelo nível de demanda privada. Neste contexto, a leniência do BCB com a formação de uma expectativa de juros mais alta também implica desaquecimento do mercado de trabalho em um processo que tende a subir a meta de juros de curto prazo, aumentar a transferência financeira para os detentores da dívida (conforme gráfico 3) e concentrar renda via juros e via desemprego.

Diferente da versão *mainstream*, na vertente teórica alternativa as expectativas de alta dos juros futuros não derivam de uma hipotética deterioração fiscal, e tampouco de um suposto sobreaquecimento de demanda, mas de uma combinação de sinais transmitidos coletivamente que conduzem o comportamento dos agentes. Dito de outra forma, as convenções, entendidas como modelos mentais compartilhados, servem de heurísticas para os agentes de mercado se posicionarem. O BCB é o agente público responsável por direcionar as convenções dos agentes privados com políticas no sentido de “desenhar” a curva de juros. Entretanto, o BCB, embora pudesse e devesse, tem evitado atuar no sentido de tornar a curva mais suavizada. O resultado dessa leniência do BCB torna a curva de juros a longo prazo mais inclinada.

A partir desta teoria, conseguiríamos entender a maior inclinação da curva de juros como proveniente de uma sinalização transmitida ao mercado -pela regra de Taylor- de que o juro subirá num futuro próximo por conta de uma divergência entre a inflação corrente e a meta. Os argumentos de uma hipotética deterioração fiscal ou aquecimento do mercado internacional pressionando a demanda doméstica são colocados de forma anacrônica por economistas que não conseguem encontrar respaldo teórico para explicar os sucessivos erros de expectativas em relação à produto, inflação e juros.

4. Proposta de conciliação dos objetivos econômicos

A partir de agora assumiremos que o governo se comprometerá com a manutenção de uma taxa de juros básica não impeditiva de novos investimentos produtivos, assegurando assim, a tendência de recuperação do mercado de trabalho. Também pressuporemos a vontade do ministério da Fazenda em estabilizar a trajetória da dívida/PIB em um contexto de ausência de correlação de força política suficiente para reverter o arcabouço fiscal recém aprovado e a função de reação do banco central. Portanto, resumimos os objetivos econômicos em: manter a taxa de crescimento que está em vigor, melhorar a situação do mercado de trabalho, evitar uma nova escalada dos juros e o aumento na relação dívida/PIB.

Perante o cenário que se desenhou e os diagnósticos realizados, o elemento mais importante no curto-prazo seria a revisão do centro da meta de inflação definida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Atualmente, a meta de inflação no Brasil está em 3%, podendo oscilar entre 1,5% e 4,5%. Como um país de renda média em busca do desenvolvimento, é esperado que o Brasil apresente taxas de crescimento consideravelmente acima da taxa verificada nos países já desenvolvidos, com vistas a reduzir aos poucos o diferencial de renda. Com o crescimento do Brasil superando o dos EUA em apenas um ponto percentual, a redução deste diferencial de renda seria infactível nos próximos séculos. Portanto, é de se esperar que países de renda média, como o Brasil, acelerem sua taxa de crescimento visando o desenvolvimento doméstico, ainda que apresentem maiores níveis de inflação devido aos gargalos de infraestrutura aos quais buscam superar no processo de desenvolvimento. Contudo, um levantamento parcial sugere que o Brasil não está se utilizando amplamente do *trade-off* entre inflação e crescimento com vistas a permitir o desenvolvimento da economia doméstica.

Tabela 2 – Centro das metas de inflação em países selecionados.

País	Centro da meta de inflação
EUA	3,0%
Euro Área	2,0%
Chile	3,0%
Colômbia	3,0%
México	3,0%
Paraguai	4,0%
Peru	2,5%
Uruguai	5,0%
África do Sul	5,0%
Índia	4,0%
Egito	7,0%

Ainda que o BCB siga desconsiderando o impacto do hiato do produto e mantenha os parâmetros então vigentes (com $\alpha_{\pi} = 1,3$ e $\alpha_y = 0$), a revisão da meta de inflação para 4,5% permitiria a estabilidade do juro a partir da regra de Taylor. Este ajuste transmitiria um sinal claro ao mercado de que o BCB estaria comprometido em manter a SELIC relativamente estável em um futuro próximo, invertendo o sinal atual e desestimulando a realocação de portfólio para títulos indexados à inflação. Ressalta-se que com a alteração da meta de inflação para 4,5%, o Brasil não se distanciaria de seus pares globais, conforme a tabela 2.

Com a manutenção da taxa SELIC no patamar atual⁶, o déficit nominal não aumentaria tanto e a dívida/PIB tenderia a crescer 3,1 p.p. tudo o mais constante. Em contrapartida, caso os parâmetros sejam mantidos e a taxa SELIC de fato atinja 12,83%, o déficit nominal promovido pelo pagamento de juros faria a relação dívida/PIB crescer aproximadamente 5,19p.p. Esta diferença de patamar da dívida não deixaria o governo brasileiro nem um centímetro mais perto de quebrar, já que isso é impossível para países de moeda soberana, mas certamente exercerá um papel distributivo relevante ao aumentar o fluxo financeiro de renda para grandes instituições financeiras.

Estimativas do BCB (2021) computavam a taxa de juros natural da economia brasileira como próxima de 4%. Neste cenário, a revisão da meta de inflação para 4,5% permite a SELIC cair aproximadamente mais 2,75 pontos percentuais saindo do patamar atual de 11,25%, segundo a regra de Taylor. Ressalta-se, ainda, que mesmo com a revisão da meta de inflação é de suma importância que o gasto público continue a crescer para

⁶ Supondo que o equilíbrio fiscal seja atingido em 2025 com uma taxa real de juro de 6,25% e taxa de crescimento de 3% do PIB.

que o crescimento econômico siga melhorando as condições no mercado de trabalho e expandindo a capacidade produtiva da economia brasileira.

Como estratégia de médio prazo, além da revisão da meta, é importante ampliar os instrumentos fiscais a disposição do planejamento econômico. O arcabouço fiscal, como lei complementar que é, deve garantir sua subordinação à Constituição Federal de 1988 (CF/88) e fazer valer os direitos ali pactuados. [Na nota pública n.1](#), o IFFD já defendeu a utilização de um arcabouço fiscal que privilegie o planejamento econômico em detrimento de metas financeiras de curto-prazo. Isso significa reforçar a importância dos instrumentos de planejamento como a CF/88, a LDO e o PPA em detrimento de regras fiscais que defendem cumprimento de regras bimestrais e o descumprimento de vínculos pactuados na Carta Magna de 1988.

Do lado monetário, uma estratégia de médio prazo seria a possível atuação do BCB ao longo da curva a termo, com o CMN estabelecendo metas não só para taxa de juros de curto prazo, como para as taxas de médio e longo prazo. Esta forma de condução da política monetária teria a vantagem de ancorar as expectativas de mercado em torno de uma política mais transparente e fundamentada em uma estratégia monetária de médio prazo. O BCB, então, assim como opera no *open-market* para determinar a taxa básica de curto prazo a partir das operações formais e informais com títulos da dívida e a conta de depósitos remunerados, se comprometeria com a negociação de títulos com maturidades chave a fim de sinalizar o formato perseguido da curva a termo. Este tipo de institucionalidade já vem sendo implementada em alguns Bancos Centrais, como é o caso do Banco Central Japonês.

Por fim, terminamos esta sugestão ressaltando que a revisão da meta de inflação do CMN é tão importante como a forma de fazê-lo. Não temos a pretensão de menosprezar o desafio político de alterar uma variável chave como o juro. Contudo, há indícios de que o próprio mercado já não acredita mais na meta atualmente colocada pelo CMN, uma vez que precifica uma inflação de longo prazo em mais de 6%. Com a mudança da presidência do BCB, a correlação de forças dentro do CMN estará favorável para que o governo coordene os objetivos econômicos com a meta de inflação. Adicionalmente, se for conduzida com cautela, a transição para a nova meta pode transmitir mais credibilidade ao se comprometer com um alvo factível, previsível e condizente com os demais objetivos econômicos, construindo uma convenção mais favorável ao ambiente macroeconômico.